

KOMENTARZ TYGODNIOWY

23 września 2024

Głębsza obniżka stóp Fed. W strefie euro dalsze pogorszenie koniunktury, krajowa gospodarka już nie przyspiesza.

- Na globalnym rynku finansowym ubiegły tydzień minął pod znakiem posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku Fed (FOMC) i oczekiwanego rozpoczęcia luzowania polityki monetarnej w USA po okresie najwyższych od ponad 2 dekad stóp procentowych.
- [FOMC obniżył stopy procentowe o 50 pkt. baz.](#) w tym w tym stopę funduszy federalnych do 4,75% - 5,00%. Skala obniżki okazała się większa od oczekiwań większości analityków (25 pkt. baz.). Natomiast nie można powiedzieć, by skala obniżki całkowicie zaskoczyła rynki finansowe, które w ślad za doniesieniami prasowymi o możliwej większej skali obniżki, na kilka dni przed posiedzeniem zaczęły dyskontować cięcie o 50 pkt. baz. z prawdopodobieństwem ponad 50%.
- Przekaz Fed uzasadniający obniżenie stóp o 50 pkt. baz. można najkrócej ująć: FOMC zyskał „większą pewność, że inflacja zmierza ku poziomowi 2%” (cytat z komunikatu FOMC), co pozwoliło mu wykonać wyprzedzające cięcie stóp mające na celu wsparcie rynku pracy (przekaz prezesa Powella na konferencji).
- Jednocześnie podczas konferencji prasowej prezes Fed bardzo starał się by wrześniowa obniżka stóp nie została zinterpretowana jako początek bardzo agresywnego luzowania polityki monetarnej (kolejne obniżki stóp o 50 pkt. baz.). Podkreślił m.in., że Fed nie ma ustalonego kursu polityki monetarnej i że będzie podejmował decyzje z posiedzenia na posiedzenie. Jednocześnie kwartalna aktualizacja projekcji członków FOMC wskazała na zwiększenie mediany oczekiwanej skali obniżenia stóp Fed do łącznie 200 pkt. baz. z szczytu stóp do końca 2025 r. do 3,25%-3,50% (vs. 4,00%-4,25% oczekiwane w czerwcowej projekcji).
- Pomimo iż przed decyzją rynki zwiększyły oczekiwania na obniżkę o 50 pkt. baz. to ostatecznie większa wrześniowa obniżka stóp w połączeniu z konserwatywnym przekazem prezesa Fed dot. przyszłości okazała się trudna do jednoznacznego zinterpretowania przez rynki, stąd ich ubiegłotygodniowe zachowanie w poszczególnych segmentach trudno wpisać w jakichś jednoznaczny spójny wzór.
- Rynek stopy procentowej w USA zareagował na decyzję Fed korektą wzrostową rentowności obligacji o dłuższych terminach zapadalności. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA wzrosły w skali minionego tygodnia o blisko 10 pkt. baz. do 3,74%, a w ślad za nimi (choć w mniejszej skali, o 5 pkt. baz.) 10-letki niemieckie (do 2,20%).
- Na rynku akcji pierwsza reakcja na obniżkę o 50 pkt. baz. była bardzo pozytywna, niemniej optymizmu nie starczyło do końca tygodnia. Ostatecznie w skali całego minionego tygodnia indeks akcji MSCI wzrósł w USA o 1,4%, na rynkach wschodzących o 1,9%, natomiast w strefie euro ledwie o 0,3%. W efekcie w skali całego tygodnia globalny indeks akcji MSCI wzrósł o 1,2%.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista

+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista

+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Na globalnym rynku walutowym dolar osłabił się w relacji do euro (powyżej 1,15 dolara za euro), niemniej w relacji do koszyka walut jego wartość nie zmieniła się w skali tygodnia (to m.in. efekt wyraźnego osłabienia jena). Równolegle w relacji do koszyka walut zyskało euro (+0,3%).
- Krajowy rynek finansowy podążał w minionym tygodniu za zmianami w poszczególnych segmentach globalnego rynku. Rentowności złotych papierów skarbowych wzrosły na całej długości krzywej dochodowości, z najsilniejszym wzrostem rentowności papierów 10-letnich (11 pkt. baz. do 5,34%). Na rodzimym rynku akcji miała miejsce chwilowa poprawa nastrojów, ale nie okazała się trwała i korekcyjny spadek z końca tygodnia w ślad za innymi rynkami, przeważał w kierunku tygodniowego spadku WIG (o 0,7%). Z kolei kurs złotego lekko zyskał na wartości (+0,3% w relacji do koszyka walut), przy najsilniejszym umocnieniu złotego w relacji do dolara (w kierunku 3,83 USD/PLN). W ograniczonym zakresie na krajowy rynek wpłynęły ubiegłotygodniowe publikacje danych nt. [rynku pracy](#) i [produkcji przemysłowej](#). Łącznie z dzisiejszymi publikacjami nt. [produkcji budowlanej](#) i [sprzedaży detalicznej](#) wskazują one, że w III kw. wzrost PKB już najprawdopodobniej nie przyspieszył po osiągnięciu 3,2% r/r w II kw.
- Przyznajemy, że podobnie jak rynkom, trudno nam jednoznacznie zinterpretować wrześniową decyzję FOMC o większej skali poluzowania polityki monetarnej niż mogłoby się to wydawać w świetle dostępnych obecnie informacji dot. sytuacji gospodarki USA (nadal rosnące zatrudnienie, ograniczony wzrost bezrobocia, solidna aktywność w przemyśle czy handlu detalicznym). Nie mamy jasności, czy większa obniżka wskazała, że Fed dysponuje informacjami wskazującymi na nadchodzące głębsze od powszechnych oczekiwań spowolnienie aktywności gospodarczej, czy też funkcja reakcji komitetu będzie bardziej przeważona w kierunku aktywności gospodarki vs, walki z inflacją, wobec tego co dotychczas zakładaliśmy. W tym momencie skłaniamy się do drugiej interpretacji.
- Biorąc pod uwagę większą od oczekiwań wrześniową obniżkę stóp i najnowszą projekcję FOMC skorygowaliśmy nasze oczekiwania co do przyszłej ścieżki zmian stóp procentowych Fed na I. 2024 – 25. Natomiast korekta ta polega na skumulowaniu wcześniej niż dotychczas oczekiwaliśmy obniżek stóp Fed bez zmiany docelowego poziomu. Obecnie oczekujemy jeszcze dwóch obniżek stóp (każda po 25 pkt. baz.) w tym roku oraz czterech obniżek stóp (po 25 pkt. baz.) w przyszłym roku. Jednocześnie podtrzymujemy prognozę, że w 2026 r. stopa Fed osiągnie przedział 2,50–2,75% – tj. o 25 pkt. baz. poniżej oczekiwanego przez medianę członków FOMC poziomu stóp.
- Biorąc pod uwagę zasygnalizowaną przez Fed zależność kolejnych decyzji Fed od napływających danych, pozostaną one w centrum uwagi. W tym tygodniu będzie to publikacja sierpniowego deflatora konsumpcji PCE – preferowanej przez Fed miary inflacji PCE oraz wydatków i dochodów konsumentów.
- Po opublikowaniu dzisiaj kolejnych bardzo słabych wskaźników koniunktury PMI w strefie euro – spadek indeksu w przemyśle do 44,8 pkt. (głównie efekt dalszego spadku w Niemczech) i w usługach do 50,5 (głównie efekt korekty po sierpniowym wzroście we Francji – efekcie igrzysk olimpijskich) oczekiwane będą weekendowe publikacje wskaźników koniunktury z Chin. Póki co aktywność

w Europie i Chinach rozczarowuje i nie widać symptomów poprawy, a to w krótkim okresie nie wróży korzystnie kondycji globalnego przemysłu i wymianie handlowej – istotnych dla aktywności polskiej gospodarki.

- W Polsce, jutrzejsza publikacja stopy bezrobocia zakończy comiesięczny cykl publikacji nt. aktywności polskiej gospodarki. Na początku kolejnego tygodnia oczekiwana będzie publikacja *flash* wskaźnika CPI za wrzesień. Oczekujemy wstępnie wzrostu w okolice 4,8% r/r, głównie w efekcie niskiej statystycznej bazy odniesienia sprzed roku (administracyjne zmiany cen leków, silniejszy niż sezonowy spadek cen żywności).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wstępny szacunek *flash* wskaźnika inflacji CPI we wrześniu (30 września)**

Wstępnie szacujemy, że wskaźnik CPI we wrześniu wzrósł do ok. 4,8% r/r wobec w 4,3% w sierpniu. Powodem wyraźnego wzrostu wrześniowej inflacji jest w naszej ocenie skokowy wzrost cen leków w efekcie niskiej bazy odniesienia sprzed roku kiedy to we wrześniu ub.r. w wyniku wprowadzenia darmowych niektórych leków dla dzieci i młodzieży oraz dla osób w wieku 65+ skokowo spadła dynamika cen leków. Dodatkowo w kierunku wzrostu CPI oddziaływał efekt wzrostu dynamiki cen żywności przy także niskiej bazie odniesienia sprzed roku. Ograniczająco na wzrost CPI oddziaływał z kolei skokowy spadek cen paliw do środków transportu (-3,5% m/m). Czynnikiem niepewności jest wpływ na wskaźnik inflacji zachowania cen na terenach dotkniętych powodzią – w komunikacie prasowym z 20.09 GUS wskazał, że „stan powodziowy na znacznym obszarze kraju sprawia trudności w prowadzeniu niektórych badań ankietowych”.

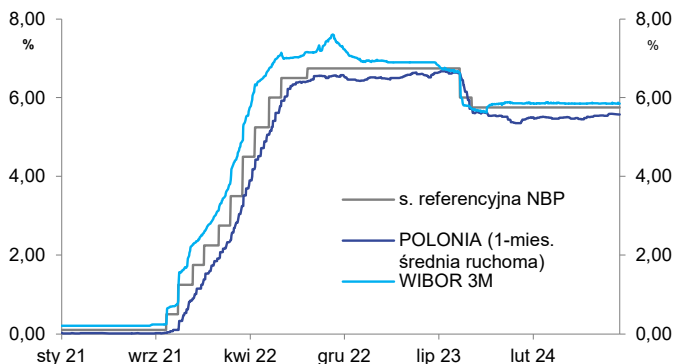
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 24 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia		sie	5,0%	5,0%	5,0%
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo		wrz	86,6 pkt.	86,0 pkt.	-
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych		wrz	6,75%	6,50%	-
środa 25 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych		wrz	4,50%	4,25%	-
czwartek 26 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych		wrz	1,25%	1,00%	1,00%
14:30	US	Wzrost PKB (ost.)		II kw.	3,0% kw/kw (II szac.)	-	-
piątek 27 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych		sie	0,3% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych		sie	0,5% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE		sie	2,5% r/r	2,3% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE		sie	2,6% r/r	2,7% r/r	-
poniedziałek 30 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi		wrz	50,3 pkt.	-	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł		wrz	49,1 pkt.	-	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł		wrz	51,6 pkt.	-	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		wrz	50,4 pkt.	-	-
10:00	PL	Inflacja CPI (wst.)		wrz	4,3% r/r	-	4,8% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

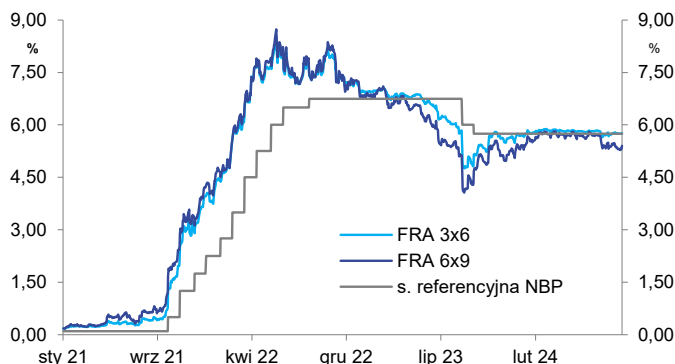
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



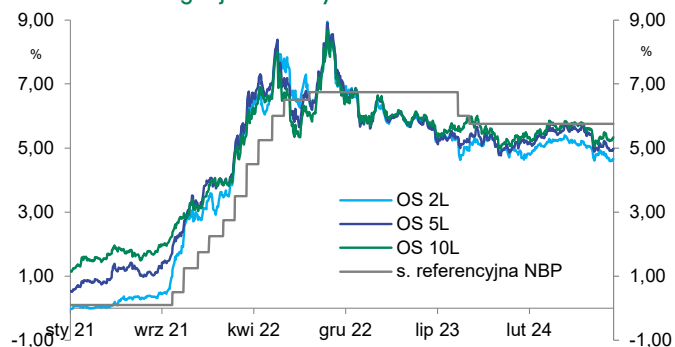
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



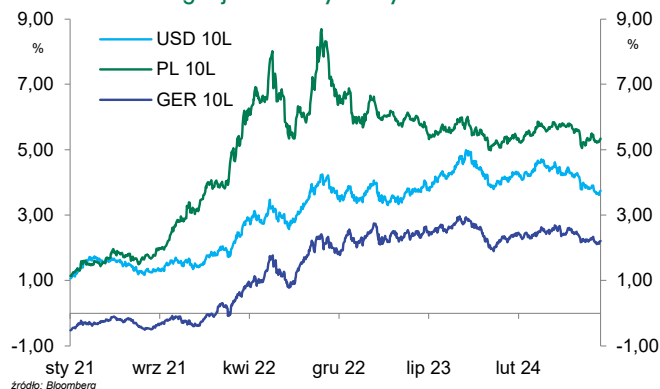
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



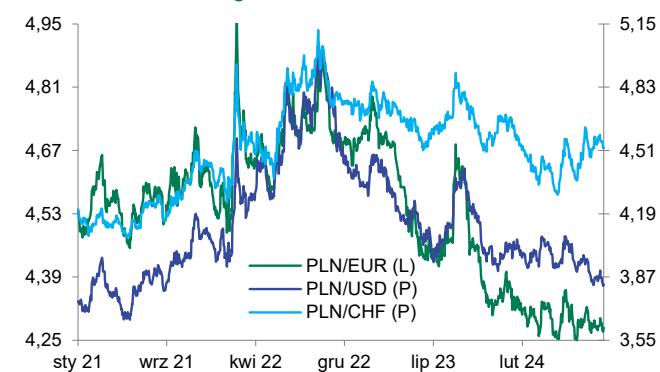
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



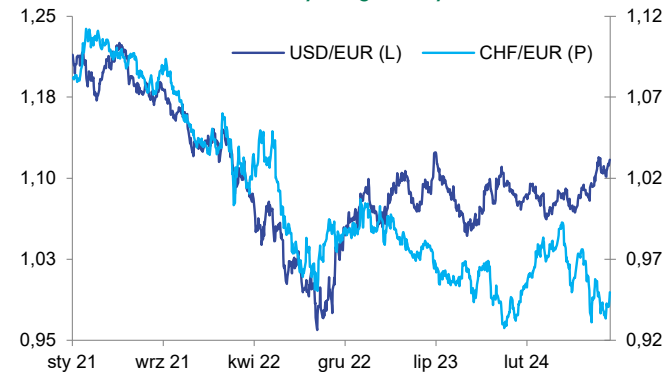
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



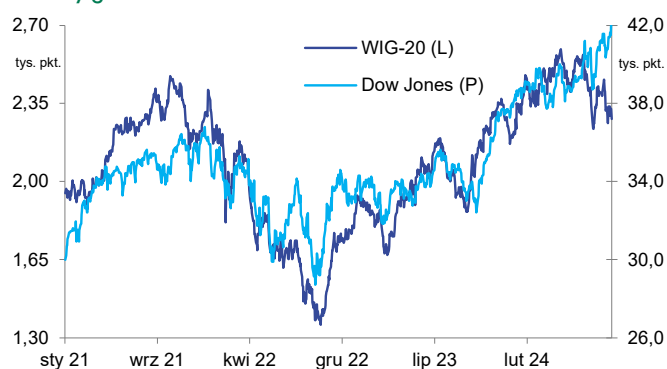
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



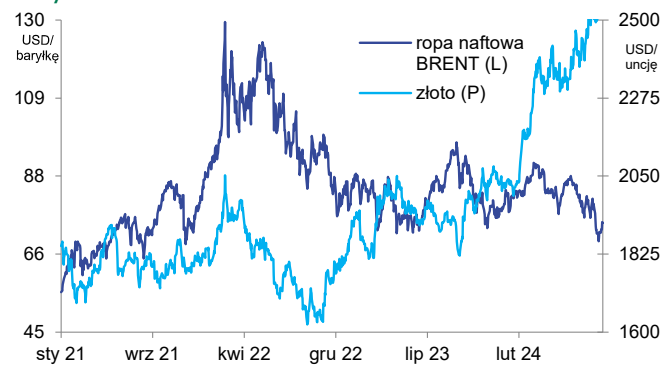
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



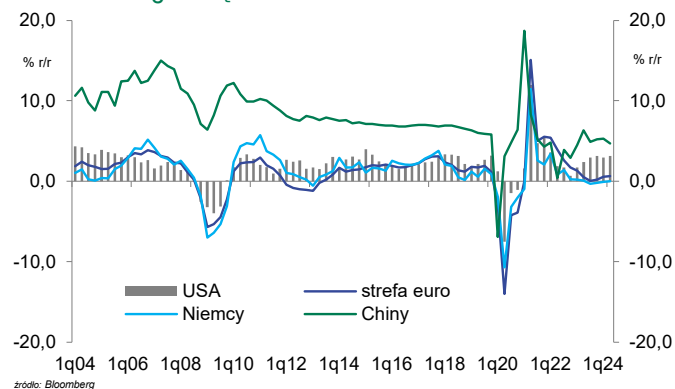
źródło: Bloomberg

2024-09-23

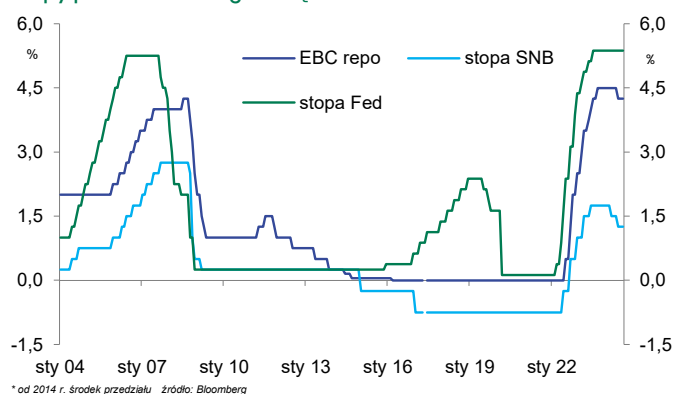
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

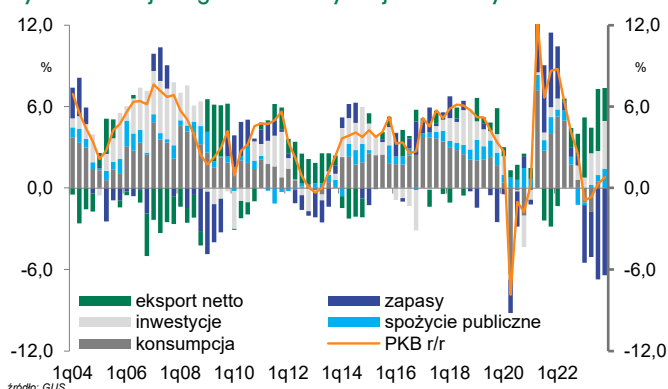
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



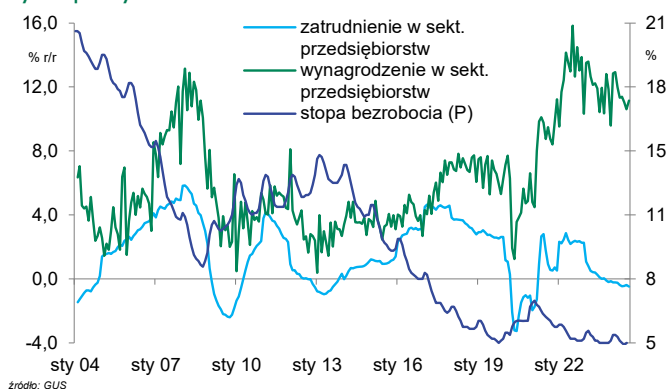
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



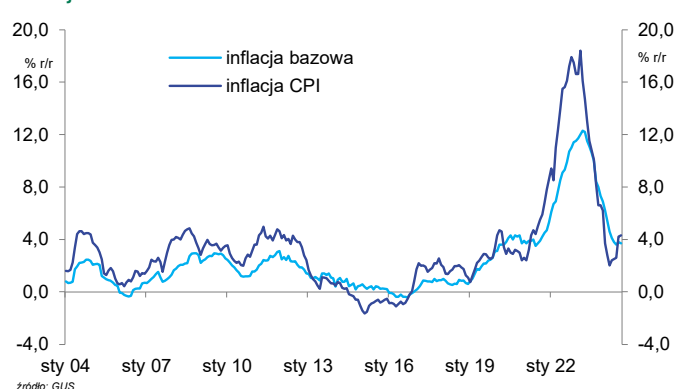
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



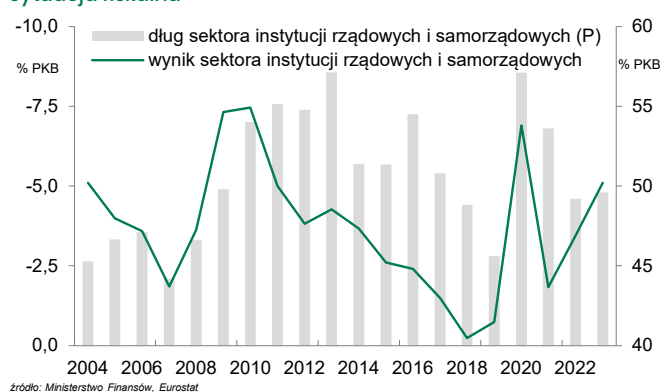
Rynek pracy



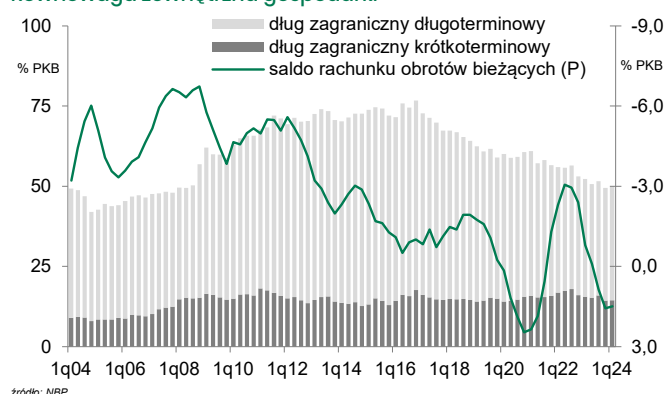
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2024	13.09.2024	20.09.2024	31.10.2024	30.11.2024	31.12.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,77	5,75	5,76	-	-	-
FRA 6x9	%	5,43	5,30	5,40	-	-	-
FRA 9x12	%	5,00	4,73	4,74	-	-	-
IRS 2L	%	5,09	4,85	4,93	-	-	-
IRS 5L	%	4,58	4,32	4,43	-	-	-
IRS 10L	%	4,67	4,43	4,56	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,77	4,59	4,66	4,75	4,80	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,14	4,92	4,98	5,05	5,10	5,10
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,23	5,34	5,30	5,30	5,30
PLN/EUR	PLN	4,28	4,29	4,28	4,32	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	3,86	3,87	3,83	3,89	3,94	3,95
PLN/CHF	PLN	4,55	4,56	4,52	4,50	4,51	4,53
USD/EUR	USD	1,11	1,11	1,12	1,11	1,10	1,10
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,00	5,00	4,75	4,50
Stopa depozytowa EBC	%	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,25
Stopa SNB	%	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00	0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,90	3,65	3,74	3,85	3,80	3,75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,15	2,20	2,20	2,15	2,10

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.